

### **Фрагментарность рынка ценных бумаг**

Фондовый рынок<sup>1</sup> в условиях рыночной экономики выступает важным механизмом привлечения денежных ресурсов и их размещения в виде инвестиций в производство. Особенностью России является то, что рост потребностей предприятий в инвестициях связан с необходимостью перехода экономики на качественно новый уровень развития, характеризующийся увеличением доли отраслей с большей добавленной стоимостью, интенсивным обновлением и модернизацией основных фондов предприятий. Это предполагает, что перед российским рынком ценных бумаг ставится задача активного содействия структурной перестройке экономики в целях повышения ее рыночной эффективности.

Условия для перелива капитала между отраслями создает механизм ценообразования на ценные бумаги эмитентов, объективно отражающий изменение приоритета в развитии отраслей и производств. Повышенный спрос на продукцию компании свидетельствует о перспективах роста ее прибыли, что при прочих равных условиях стимулирует интерес к ценным бумагам эмитента со стороны инвесторов и снижает стоимость заимствования на рынке ценных бумаг для компании. Повышенный интерес к ценным бумагам находит отражение в росте их курсовой стоимости на вторичном рынке.

Вторичный рынок занимает важное место с точки зрения ценообразования «именно на нем происходит торговля ценными бумагами, выпущенными в обращение ранее. Одной из основных функций такого рынка является установление курса ценных бумаг, то есть определение такой рыночной цены,

---

<sup>1</sup> В целях данного исследования автор не вступает в дискуссию относительно правомерности равнозначного использования понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», полагая, что глубина этого вопроса требует более детального фундаментального обоснования позиции автора и не укладывается в рамки диссертации, преследующей цель максимально полного охвата вопросов оптимизации процессов торговли ценными бумагами как объектов прав собственности.

которая отражает всю имеющуюся информацию о конкретных ценных бумагах. И чем быстрее устанавливается эта цена, тем эффективнее происходит размещение капитала на фондовом рынке».<sup>2</sup>

Цена, по которой продаются и приобретаются ценные бумаги, определяет стоимость заимствования и привлечения ресурсов для эмитентов и доходность размещения свободных денежных ресурсов для инвесторов. Гарантированное исполнение поступающих заявок инвесторов по наилучшей из возможных цен на рынке повышает размер реального спроса и предложения, обеспечивает необходимый уровень **ликвидности рынка, снижает размер рыночного риска** и удешевляет стоимость выхода на рынок эмитентов ценных бумаг.

Важным условием эффективности выполнения фондовым рынком его перераспределительной функции выступает справедливость ценообразования на ценные бумаги предприятий-эмитентов. Категория справедливости в экономической науке рассматривается с позиций равенства в распределении ограниченного ресурса между субъектами экономической деятельности. При этом равенство в распределении может пониматься как выполнение требований арифметической справедливости (всем поровну), пропорциональной справедливости (согласно условиям договора) и рыночной справедливости (согласно равновесию между имеющимся спросом и предложением).

Механизм рынка ценных бумаг построен на рыночной справедливости в перераспределении инвестиционных ресурсов, критериями которого являются:

- **Объективность** - взаимодействие имеющегося на рынке спроса и предложения в условиях свободной конкуренции между покупателями и продавцами.
- **Полнота взаимодействия спроса и предложения** – формирование цен на основе учета всего имеющегося спроса и предложения

---

<sup>2</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII. - С.45.

- **Ликвидность** - постоянное наличие на рынке определенного объема спроса и предложения, необходимого для осуществления ценообразовательного процесса.
- **Информационная симметрия и информационная прозрачность рынка** – раскрытие информации, необходимой для формирования объективного представления участников о стоимости фондовых ценностей и равный доступ к этой информации всех участников

Процесс ценообразование на рынке ценных бумаг теоретически можно подразделить на два этапа – этап принятия решения о ценах заключения сделки и этап заключения сделки, взаимодействующих посредством обратной связи.<sup>3</sup>

Цены спроса и предложения устанавливаются участниками рынка на основе обработки информации о внутренней стоимости (ценности) ценной бумаги и соотношения спроса и предложения на ценную бумагу. Это означает, что цены спроса и предложения несут в себе субъективный элемент оценки, зависимой от достоверности и полноты раскрываемой информации.

Информация о ценах заключения сделки, в свою очередь, воздействует на параметры спроса и предложения, предъявляемые к исполнению и генерирующие новые ценовые уровни (рис. 1.1).

Сложность и многофакторность ценообразовательного процесса на рынке ценных бумаг приводит к тому, что система цен, сложившаяся в условиях несправедливости ценообразовательного процесса, будет самостоятельно воспроизводить элементы неэффективности работы рынка ценных бумаг и закреплять диспропорции в его развитии.

---

<sup>3</sup> Muranaga S., Shimizu T. Market microstructure and market liquidity: Working papers / Bank of Japan. – Tokyo: Bank of Japan, 1999.

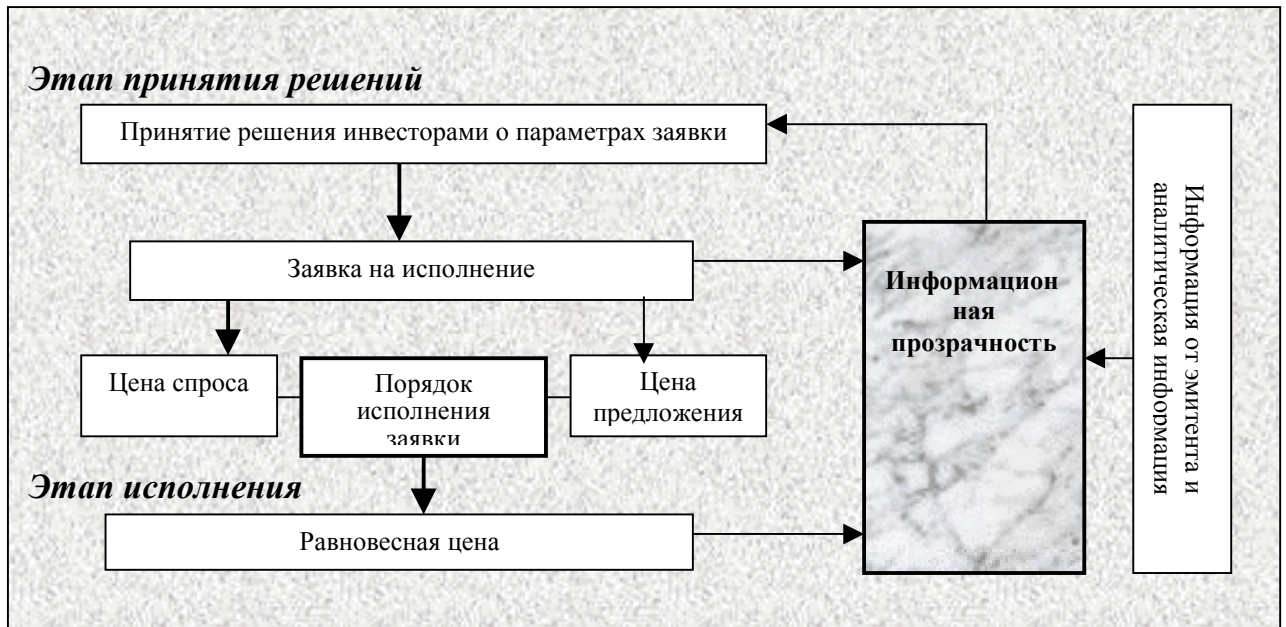


Рис. 1.1. Порядок ценообразования на рынке ценных бумаг

Функция ценообразования на фондовые ценности реализуется рынком ценных бумаг как целостной системой. Элементами рынка ценных бумаг, участвующие в ценообразовании являются: торговые системы, брокеры-дилеры, инвесторы, эмитенты, элементы регулятивной, информационной, технической инфраструктур, участвующих в процессах заключения и исполнения сделки купли-продажи ценных бумаг. Каждый из элементов выполняет свойственную ему функцию в рамках общей цели существования системы. При этом критерии справедливого ценообразования могут поддерживаться только в условиях целостности системы.

Спрос и предложение на ценные бумаги и денежные ценности поступает на рынок со стороны таких групп участников как инвесторы, эмитенты, профессиональные участники в лице брокеров и дилеров. Профессиональные участники и организаторы торговли создают конкурентные условия для взаимодействия спроса и предложения и опосредуют процесс заключения сделки. Представители технической инфраструктуры в лице регистраторов, расчетных и клиентских депозитариев, клиринговых организаций совместно с организаторами торгов и брокерами-дилерами обеспечивают процедуру исполнения сделки и закрепления перехода прав собственности на ценные бумаги. Информационная

инфраструктура призвана поддерживать объективность цен спроса и предложения, предлагаемых на рынке.

Таким образом, качество работы системы определяется тем, насколько эффективно каждый из имеющихся элементов выполняет свою функцию в рамках общей цели существования системы и дополнительно зависит от согласованности взаимодействия элементов между собой.

Способ соотнесения и взаимодействия элементов системы рынка ценных бумаг в процессе выполнения общей функции ценообразования на фондовые ценности определяет структура рынка ценных бумаг.

Полная подчиненность элементов рынка ценных бумаг общей цели существования системы, а также максимальная согласованность взаимодействия между ее элементами обеспечивает состояние информационной прозрачности и информационной симметрии рынка, ликвидность и свободу взаимодействия спроса и предложения на ценные бумаги. Структура, поддерживающая такое состояние рынка, исходя из настоящих и будущих условий его существования, может быть определена как оптимальная структура рынка ценных бумаг.

Введем понятие фрагментарности как особого состояние рынка ценных, отличающегося наличием барьеров во взаимодействии между ее элементами и подсистемами, что приводит к появлению диспропорций, нарушающих принцип единства и целостности системы и ее подчиненности единой цели – обеспечению честности и справедливости процесса ценообразования.

Барьеры – это отдельные особенности построения структуры рынка ценных бумаг, создающие препятствия для взаимодействия элементов и подсистем одной системы, вызывающие к жизни тенденции изоляции и саморазвития ее подсистем и элементов, у которых появляются другие цели существования, отличные от общей цели существования системы.

Структура рынка ценных бумаг с позиций значимости существующих барьеров может быть классифицирована на моноцентричную и полицентричную.

**Моноцентричная структура** представлена одной торговой системой, одной группой брокеров-дилеров, являющихся членами данной торговой площадки, и работающих с общим составом эмитентов и инвесторов. Процесс купли-продажи ценных бумаг обслуживается общей информационной, регулятивной и технической инфраструктурой в составе одного расчетного депозитария и одной клиринговой организации. В таком случае барьеры могут затруднять только сам процесс торговли и не приводят к формированию изолированных фондовых центров. Как правило, наличие барьеров при такой структуре рынка ставит вопрос о возможности самого существования рынка ценных бумаг, а не эффективности выполнения перераспределительной функции.

**Полицентричная структура** по своей организации представляет более сложную систему связей и отношений между элементами. Она включает несколько торговых систем, несколько групп профессиональных участников (согласно принадлежности к членам той или иной торговой площадки), несколько расчетных депозитариев и клиринговых организаций (например, по количеству торговых площадок). Часто такая структура отличается наличием у каждой торговой площадки собственной информационной инфраструктуры, подчиненностью участников рынка разным регулирующим органам, что приводит к формированию самостоятельных фондовых центров и т. д.

Существование барьеров для взаимодействия между элементами торговой структуры здесь проявляется как в «вертикальном» (между подсистемами рынка ценных бумаг), так и «горизонтальном» (между элементами подсистем) уровне. При наличии только «горизонтальных» барьеров система может продолжать свое существование довольно длительное время, однако формой ее существования будет фрагментарность рынка ценных бумаг, уводящая его от состояния эффективности перераспределения денежных ресурсов.

Наличие барьеров в системе рынка ценных бумаг в условиях ее относительной жизнеспособности приводят к наблюдаемым диспропорциям системы. Рассмотрение барьеров и связанных с ними структурных диспропорций

на примере российского рынка ценных бумаг позволит более полно раскрыть содержание понятия фрагментарности. Классификация барьеров, препятствующих полноценному взаимодействию элементов системы рынка ценных бумаг, представлена в таблице 1.

Выделенные виды барьеров охватывают практически все сферы взаимодействия элементов и подсистем рынка ценных бумаг. Главными следствиями существования барьеров являются:

- Изолирование поступающего на рынок спроса и предложения от взаимодействия (информационные, административно-правовые, временные, организационные, технологические барьеры).
- Ограничение размера реального спроса и предложения, предъявляемого на рынок (финансовые, административно-правовые барьеры).
- Искажение объективности ценообразования (информационные и административно-правовые барьеры).

Структурно существование барьеров ведет к формированию относительно изолированных фондовых центров, между которыми происходит разделение потоков спроса и предложения, инвесторов и эмитентов, групп профессиональных участников и элементов технической и информационной инфраструктур. Все это приводит к нарушению справедливости ценообразовательного механизма и стимулирует накопление диспропорций в системе рынка ценных бумаг.

Диспропорция в общем случае определяется как отсутствие пропорциональности, соразмерности, несоответствие между частями целого, ведущие к закреплению устойчивого состояния неравновесия системы и препятствий к восстановлению равновесия.

## Классификация барьеров, препятствующих справедливости ценообразовательного процесса

Вид барьеров	Формы проявления
<p><b>Информационные барьеры</b> – совокупность условий, препятствующих полноценному обмену информацией между элементами рынка ценных бумаг и оптимальному протеканию информационных процессов. приводят к формированию искаженного представления участников о величине и ценах имеющегося на рынке спроса и предложения</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• закрытость доступа к информации или ее неполное раскрытие,</li> <li>• ограниченный и избирательный доступ участников к информации,</li> <li>• раскрытие информации со стороны участников рынка ценных бумаг в несопоставимой форме с использованием разных технологий сбора, обработки и распространения информации</li> <li>• несвоевременность раскрытия информации, отсутствие синхронности раскрытия информации между участниками рынка ценных бумаг</li> <li>• недостоверность раскрываемой информации и ошибки в ее обработке. Нелегальное распространение информации</li> <li>• отличие в условиях доставки информации через брокерские и информационные агентства</li> <li>• проблемы разделения адресных и безадресных заявок при формировании биржевой информации</li> </ul>
<p><b>Административно-правовые барьеры</b> – группа правовых и нормативных ограничений со стороны регулирующих органов рынка ценных бумаг, которые искусственно ограничивают свободу обращения ценных бумаг. Прямое вмешательство в рыночный механизм ценообразования, ослабление объективности ценообразования.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• административное закрепление отдельных видов ценных бумаг за отдельными торговыми системами без права обращения их в других торговых системах</li> <li>• прямой запрет кросс-листинга ценных бумаг</li> <li>• директивная установка требований к листингу и условий допуска профессиональных участников к торгам на той или иной торговой площадке без учета требований самих торговых площадок</li> <li>• целевое закрепление сегментов ценных бумаг за отдельными торговыми площадками, ограничение прав торговых систем на организацию торговли на отдельных сегментах рынка ценных бумаг</li> <li>• административное регулирование отношений между участниками рынка ценных бумаг без учета возможностей конкуренции и свободы их взаимоотношений</li> <li>• установление разных требований к участникам фондового рынка, исходя из их индивидуальных особенностей, неравные условия допуска на рынок ценных бумаг</li> <li>• дублирование функций регулятивных органов, разделение субъектов регулирования между ведомствами, разный статус субъектов регулирования в отсутствие согласованности регулятивной политики</li> <li>• для небольших инвестиционных компаний процедура принятия в члены торговых площадок усложняется требованием поручительства со стороны влиятельных членов торговой площадки</li> </ul>
<p><b>Финансовые барьеры</b> – экономические ограничения количества участников рынка ценных бумаг, выражающиеся в повышенной стоимости входа на рынок, работы на рынке или выхода из рынка по отношению к финансовым возможностям потенциального участника.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• завышенный размер брокерских комиссионных, биржевых и депозитарных сборов, стоимости конвертации валюты</li> <li>• высокая стоимость получения информации как основы для принятия решения о параметрах предьявляемого на рынок спроса и предложения</li> <li>• разная стоимость работы для одних и тех же категорий инвесторов в разных торговых системах</li> <li>• приоритетное положение информированных инвесторов и профессиональных участников перед остальными группами участников</li> <li>• экономически неэффективный налог на эмиссию ценных бумаг</li> <li>• высокие транзакционные издержки на обращение ценных бумаг между торговыми площадками</li> <li>• высокий порог входа на рынок для небольших инвесторов. Минимальный размер средств для работы на фондовом рынке, необходимый инвестору для заключения договора на брокерское обслуживание в средней по размеру инвестиционной компании составляет 10 000 долл.</li> </ul>
<p><b>Организационные барьеры</b> – различия в организации работы торговых систем и способов выстраивания отношений с участниками рынка ценных бумаг. Проявляются в недостатках организации взаимодействия между торговыми системами</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• отличия в составе правил и условий прохождения процедуры листинга ценных бумаг, а также правил и условий членства.</li> <li>• нерыночные критерии допуска участников и эмитентов к торгам</li> <li>• несогласованность стратегий развития фондовых бирж</li> </ul>
<p><b>Технологические барьеры</b> – различия в технологиях организации торгового процесса, процедур заключения и исполнения сделок. Приводят к ограниченной возможности элементов рынка ценных бумаг обеспечивать единый процесс покупки-продажи ценных бумаг между всеми участниками рынка</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Различия в программном обеспечении процесса торговли у разных торговых площадок, что не позволяет обмениваться потоком заявок между ними</li> <li>• разный режим раскрытия и форм предоставления биржевой информации со стороны торговых систем</li> <li>• несовместимость депозитарных и клирингово-расчетных технологий</li> <li>• наличие собственных альтернативных торговых систем у брокерско-дилерских организаций</li> </ul>
<p><b>Временные барьеры</b> – отсутствие синхронности торговых процессов в пределах разных торговых систем, отставание или опережение во времени поступления лучшей цены спроса и лучшей цены предложения</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• разное время проведения торговой сессии</li> <li>• торговля в разных часовых поясах</li> <li>• задержка в отправке заявок в систему</li> <li>• непрерывная торговля в условиях отсутствия ценовых ориентиров</li> </ul>
<p><b>Регулятивные барьеры</b> – Повышенный уровень издержек, налагаемых на участников рынка ценных бумаг имеющимся регулятивным режимом. Проявляются в форме введения многочисленных посреднических элементов и институтов, выполняющих функцию контроля и обеспечения безопасности работы на рынке для участников</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• допуск непрофессиональных участников на организованный рынок ценных бумаг только через институт брокеров-дилеров</li> <li>• допуск эмитента на фондовый рынок только при непосредственном участии финансового консультанта</li> <li>• зарегулированность процедуры аттестации специалистов и жесткость требований по их минимальному количеству в организациях</li> <li>• неотработанность критериев манипулятивных действий на рынке ценных бумаг параллельно с ужесточением ответственности за использование практики манипулирования ценами</li> </ul>



Основными диспропорциями российского рынка ценных бумаг являются:

1. Несбалансированность территориального распределения элементов структуры рынка ценных бумаг по регионам России.
2. Сверхконцентрация торговой активности на акциях 9 крупнейших эмитентов и как следствие непропорциональное развитие объемов первичного и вторичного рынков ценных бумаг ликвидных и неликвидных компаний, рынков акций, корпоративных облигаций, государственных ценных бумаг и производных финансовых инструментов, биржевого и внебиржевого рынков.
3. Несоответствие в структуре отраслевой капитализации фондового рынка и отраслевой структуре промышленного производства
4. Несогласованность стратегий развития относительно самостоятельных фондовых центров в составе торговой системы и связанной с ней инфраструктурой

Каждая из представленных диспропорций включает в свой состав сопутствующие диспропорции, которые в целом и можно классифицировать по видам барьеров из вызывающих (таблица 2).

Следует отметить, что однозначного закрепления конкретных видов барьеров как причины за конкретными диспропорциями как следствиями не представляется возможным до тех пор, пока система обладает признаками системности и единства ее элементов и подсистем. Тем не менее, наблюдаемые диспропорции можно классифицировать по стержневому виду барьеров, вызывающих их существование.

## Основные виды диспропорций российского рынка ценных бумаг

Диспропорции, вызванные существованием информационных барьеров	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Информационная асимметрия и деление инвесторов на информированных и неинформированных</li> <li>2. Около 80% всего торгового оборота обеспечивают обыкновенные и привилегированные акции 9 российских эмитентов.</li> <li>3. Незрелость значительной доли рынка ценных бумаг в виде сегмента ценных бумаг неликвидных и низколиквидных эмитентов.</li> </ol>
Административно-правовые диспропорции	<ol style="list-style-type: none"> <li>4. Изолированное формирование и развитие рынка акций ОАО «Газпром»</li> <li>5. Сегмент рынка государственных ценных бумаг организует только ММВБ</li> <li>6. Отсутствие синхронности по времени внедрения новых инструментов торговли между биржами благодаря политическим мотивам и разрешительной процедуре доступа со стороны регулирующих органов</li> <li>7. Сконцентрированность ценных бумаг в крупных пакетах и незначительный процент от их общего количества для обращения на рынке.</li> </ol>
Финансовые диспропорции	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Количество предприятий – эмитентов, чьи бумаги обращаются на организованном рынке России, составляет менее 0,01% от общего количества акционерных обществ, зарегистрированных в России на момент начала 2003 года.</li> <li>2. Объем средств, привлеченных российскими предприятиями путем первичного размещения ценных бумаг на организованном рынке акций составил в 2002 году 13,3 млн. долл. при обороте в 42,5 млрд. долл. (отношение первичного рынка к вторичному – 0,03%). Если принять во внимание организованный рынок корпоративных облигаций, то соотношение составит 48%.</li> <li>3. Фрагментарность технологической инфраструктуры, высокие транзакционные издержки для торговли ценными бумагами между несколькими торговыми площадками (74% всего дохода от арбитражных операций при спреде в 0,86% к цене покупки «съедается» затратами на конвертацию валюты и депозитарные сборы), значительные временные потери на перевод ценных бумаг между депозитариями. Отсутствие межбиржевой инфраструктуры. Разные требования к работе, разные издержки, разные инфраструктуры у торговых площадок.</li> <li>4. Количество профессиональных участников увеличивается по мере перехода к группе с наиболее низкой надежностью</li> <li>5. Топливная промышленность в структуре промышленного производства занимает всего 16%. Вместе с тем, предприятия ТЭК обеспечивают 72% всей капитализации российского фондового рынка (на начало сентября 2002 года в системе РТС). Первое место по объему промышленного производства имели машиностроение и металлообработка (20%). В то же время в структуре суммарной капитализации данная отрасль была представлена всего 7,5%.</li> </ol>
Организационные диспропорции	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Размер внебиржевого рынка в несколько раз превышает размер биржевого</li> <li>2. Более 36% торгового оборота по акциям российских эмитентов приходится на рынок ADR (по итогам 2002 года).</li> <li>3. Оборот по корпоративным облигациям в 16 раз меньше оборота по акциям российских эмитентов, рынок государственных ценных бумаг по торговому обороту на вторичном рынке в 2 раза больше рынка корпоративных облигаций и в 6 раз меньше рынка акций. Размер срочного рынка в 8 раз меньше рынка корпоративных ценных бумаг</li> <li>4. Диспропорции между потребностями эмитентов и инвесторов и сложившейся структурой рынка ценных бумаг. Так неразвиты надежные схемы работы на организованном рынке с крупными пакетами ценных бумаг, что более соответствует крупнооптовому характеру российской экономики, с другой стороны не развиты механизмы торговли небольшими лотами (только неполные лоты ММВБ)</li> <li>5. Различия в структуре торгового оборота по ликвидным ценным бумагам, обращающимся на нескольких торговых площадках</li> <li>6. Исключенность из общих тенденций развития региональных фондовых бирж, изолированность рынков, организуемых региональными торговыми площадками, ориентир на собственные средства и методы выживания (товарные рынки)</li> </ol>
Технологические диспропорции	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Разные технологии торговли одной и той же ценной бумагой в пределах отдельных торговых систем или сегментов ценных бумаг.</li> <li>2. Дифференциация биржевого продукта и приобретение невзаимозаменяемых конкурентных преимуществ торговыми площадками</li> </ol>
Временные диспропорции	<ol style="list-style-type: none"> <li>3. На РТС и ММВБ – московские торговые площадки приходится 94,6% всего торгового оборота</li> <li>4. 50% всех инвестиционных компаний и банков, имеющих лицензию на осуществление брокерско-дилерской деятельности находится в Москве.</li> </ol>

Диспропорции, вызванные, в том числе, информационными барьерами подменяют рыночный механизм ценообразования на принципах свободной конкуренции, спекулятивной игрой информированных участников с вовлечением простых неинформированных участников – основных поставщиков ликвидности на рынок. В итоге, повышается неопределенность работы на рынке, уровень рыночного риска и ограничивается размер реального спроса и предложения на

фондовые ценности. Инвестиционный интерес сосредотачивается на конкретных ценных бумагах небольшого числа известных и признанных эмитентов, оставляя «в изоляции» сегмент рынка неликвидных и низколиквидных ценных бумаг малоизвестных эмитентов, представляющих весомую часть производственного потенциала России.

Диспропорции, вызванные в том числе, административно-правовыми барьерами ограничивают доступ потенциальных инвесторов и эмитентов на фондовый рынок, что снижает стимулы к свободной конкуренции за счет поочередного лоббирования интересов конкурирующих торговых площадок со стороны регулятивных органов. Об этом свидетельствуют такие примеры как централизованное ограничение круга обращения акций газовой монополии ОАО «Газпром» пределами четырех торговых площадок: Сибирской, Екатеринбургской, Санкт-Петербургской и Московской фондовых бирж; зарегулированность согласительных процедур по выходу отдельных торговых площадок на новые сегменты ценных бумаг (таких как еврооблигации, корпоративные облигации и иностранная валюта), административные препятствия в попытках торговых площадок организовать торговлю на рынке акций ОАО «Газпром» в обход существующих ограничений.

Финансовые барьеры, косвенно стимулируют неразвитость первичного рынка ценных бумаг ввиду существенных затрат по выходу на рынок для эмитентов. Высокие транзакционные издержки работы на рынке для инвесторов не только ограничивают предложение денежных ресурсов и спрос на ценные бумаги, но формируют в том числе разную структуру оборота по ликвидным ценным бумагам, обращающимся на нескольких торговых площадках.

Технологические барьеры и низкая дифференциация биржевых услуг ведут к неудовлетворенности интересов отдельных групп участников, значительному размеру внебиржевого рынка, низкой конкурентоспособности по отношению к зарубежным торговым площадкам и т.д.

В условиях территориальной распространенности элементов рынка ценных бумаг по разным часовым поясам концентрация торговли в пределах нескольких фондовых центров ограничивает размер реального спроса и предложения, создает трудности для участия на рынке потенциальных инвесторов других регионов. В итоге наблюдается исключенность из общих тенденций развития региональных фондовых бирж, изолированность рынков, организуемых региональными торговыми площадками, ориентированными на собственные средства и методы выживания (товарные рынки).

По типам структурных диспропорций можно выделить следующие виды фрагментарности:

**Пространственная фрагментарность** – состояние фондового рынка, при котором наблюдается неравномерное распределение элементов рынка ценных бумаг в пространстве без устойчивых связей между ними. Проявляется в наличии относительно изолированных фондовых центров, сверхконцентрации торговой и эмиссионной активности. Состояние пространственной фрагментарности приводит к ограниченному доступу потенциальных инвесторов и эмитентов на фондовый рынок. Это стимулирует относительно самостоятельное развитие фондовых центров, при которых поток заявок на покупку и продажу ценной бумаги распределяется по локализованным торговым системам и исполняется изолированно.

**Временная фрагментарность** – состояние фондового рынка, при котором наблюдается неравномерное распределение торговой активности во времени в условиях разных часовых поясов, при которых поток заявок на покупку и продажу ценной бумаги, поступающий на исполнение, распределяется по времени поступления с немедленным исполнением без возможности надлежащего взаимодействия с заявками, поступившими до или после указанного периода. Состояние временной фрагментарности усиливается за счет непрерывной торговли в условиях пространственной фрагментарности.

Барьеры, относимые к различиям во внутренней организации торгового процесса каждой торговой площадки формируют виды фрагментарности на микроуровне. К таким видам фрагментарности можно отнести информационную, технологическую и организационную фрагментарность.

**Информационная фрагментарность** – состояние фондового рынка, при котором наблюдается асимметричность информационных потоков, неравный доступ к информации отдельных групп участников (информированных и неинформированных), широкие возможности для манипулирования ценами, осуществления спекулятивных операций, внедрения нерыночных факторов в процесс ценообразования. При таком состоянии информация о потоке заявок на покупку и продажу ценной бумаги, поступающего на исполнение в разные торговые системы, аккумулируется и распространяется в собственной автономной форме, без возможности ее консолидации и достоверного анализа.

**Технологическая фрагментарность** – состояние фондового рынка, при котором поток заявок на покупку и продажу ценной бумаги, поступающий на исполнение в разные торговые системы, аккумулируется и соединяется автономным способом, не допускающим возможности обмена потока заявок между системами. Это влечет за собой ограниченность состава услуг, предлагаемых профессиональным участником, повышает издержки работы на рынке для инвесторов и эмитентов.

**Организационная фрагментарность** - состояние фондового рынка, при котором поток заявок на покупку и продажу ценной бумаги распределяется и закрепляется за конкретными торговыми системами по принципу отличному от ценового, как то: ограниченное членство, собственные правила листинга и ориентация на определенную группу потребителей биржевых услуг, юридическое ограничение обращения ценных бумаг рамками одной или нескольких торговых площадок.

В целом, фрагментарность рынка ценных бумаг является объективным экономическим явлением, распространенным как в странах с развитыми, так и формирующимися фондовыми рынками.

Сущность фрагментарности выражается в невозможности обеспечения оптимальных условий для привлечения и размещения денежных ресурсов его участниками в виде инвестиций. Неправильно сформированные цены дезинформируют участников, оказывая воздействие на их настроения и ожидания и внося элемент неопределенности в выстраиваемые прогнозы. Это приводит к росту спреда между ценами покупки и продажи, повышенной волатильности цен. Фрагментарность ухудшает состояние ликвидности, насыщенности торгового оборота денежными средствами и ценными бумагами, налагает дополнительные издержки выбора торговых систем.

Решение проблемы фрагментарности может стать действенным средством повышения эффективности работы национальных рынков ценных бумаг. Опыт проведения подобных мероприятий имеют страны Западной и Восточной Европы, США и Латинской Америки.

Существующие диспропорции российского рынка ценных бумаг вносят свой вклад в «непроизводительное» использование растущей торговой активности. С этих позиций проблема фрагментарности российского рынка ценных бумаг требует своего безотлагательного решения.